











CARTA ANUAL A INVERSORES

Gesconsult León Valores

Alvaro Jiménez
Gestor de Renta Variable Global

ÍNDICE DE CONTENIDOS

	Introducción.....	2
	Análisis de mercado.....	2
	Filosofía de inversión.....	4
	Análisis de la cartera.....	5
	Ideas de inversión.....	7
	Características destacadas del fondo.....	9
	Cuadro de rentabilidades.....	9
	Perspectivas.....	10

Comentario anual 2020

El año 2020 lo recordaremos como uno de los más difíciles de nuestras vidas. Hemos tenido que renunciar a la “normalidad” y a la libertad para frenar la pandemia provocada por el **SARS-CoV-2** (Covid-19). Aun hoy seguimos sufriendo determinadas restricciones y medidas de seguridad que limitan nuestras libertades. Pero si el año 2020 fue el año del coronavirus, el año 2021 será el año de las vacunas. Esta es la gran certeza en el plano sanitario. En el plano económico, como siempre, resulta imposible anticipar lo que va a ocurrir.

Tras un año donde **la actividad económica se ha desplomado con una rapidez no vista previamente**, los mercados financieros se han comportado relativamente bien (el índice global MSCI World ha subido un +16.5% en 2020). Esta **enorme distorsión entre economía real y financiera** tiene mucho que ver con la **actuación de los bancos centrales**, cuya respuesta ha sido tan rápida como contundente.

No obstante, el **comportamiento** ha sido **muy desigual a nivel sectorial**, donde la **tecnología** ha sido la gran protagonista de este año. Ciertamente es que la digitalización de la economía era una realidad, pero el Covid-19 ha acelerado esa tendencia y la ha terminado por convertir en una necesidad. Por el contrario, otros **sectores más dependientes de la evolución del ciclo económico** han sufrido importantes caídas, como ha sido el caso del turismo, los bancos o las petroleras. Y, como no podía ser de otra forma, tras el anuncio de las vacunas (Pfizer, Moderna o AstraZeneca) los peores han sido los mejores, y viceversa.

Si bien la **esperanza para 2021** es la distribución de las **vacunas**, en el plano económico hay pocas esperanzas aun en el corto plazo, por lo que es difícil lanzar cualquier tipo de mensaje de optimismo en estos momentos.

Análisis de mercado

Durante el mes de marzo de 2020 los mercados financieros sufrieron una de las caídas más drásticas y rápidas de la historia. El índice S&P 500 se dejaba un -24.2% entre el 1 y el 23 de marzo, mientras que el índice europeo Eurostoxx 50 caía un -25.3% y el Ibex 35 se dejaba un -28.6%. El motivo era un virus que salía a toda velocidad de las fronteras chinas y atacaba a Europa. El 11 de marzo la OMS declaraba el brote de coronavirus como **pandemia** y los gobiernos del mundo desarrollado, empezando por Italia, empezaban a tomar **medidas de restricción** a la movilidad y a la actividad personal y económica no esencial. Meses más tarde, muchas bolsas rompieron máximos históricos.

Esta **discrepancia entre economía real y financiera** ha sido más aguda que nunca, y la justificación la encontramos en la **actuación de los bancos centrales**, que han inundado el mercado de **liquidez** y de **estímulos** para evitar una crisis de solvencia en el sistema. Para tener una idea de la magnitud de estos estímulos, en la crisis financiera de 2008, la Fed inyectó estímulos por valor del 7% del PIB americano (\$2,4tn). Para superar la crisis actual del Covid-19 la Fed va a inyectar ayudas por valor del 29% del PIB americano (\$12,8tn), lo que supone más de 5 veces las ayudas de la anterior crisis financiera.

Las implicaciones de esta **política monetaria ultra expansiva** son directas sobre la **valoración** de los activos. La primera derivada de esta política monetaria son unos **tipos de interés más bajos** que se mantendrán durante un tiempo prolongado, lo que supone que las **valoraciones** serán **mayores** (el coste de oportunidad disminuye). La segunda derivada es que, **el mercado**, ante ausencia de rentabilidad, asume más riesgos y está **dispuesto a pagar más por aquellos activos de crecimiento y de calidad**. Y esto es lo que explica que bolsas como el S&P 500 o el Nasdaq hayan batido al resto de índices. Tanta ha sido la distancia que vuelve a rondar el fantasma de la puntocom (burbuja tecnológica) sobre la cabeza de muchos inversores. Pero, lejos de pensar que estemos ante una situación de “Exuberancia Irracional”, lo que pensamos es que nos encontramos en una situación de “**Exuberancia Racional**”, debido al contexto que han provocado los bancos centrales, al tiempo que hemos asistido a una rápida aceleración de la digitalización de la economía, lo que ha permitido que las grandes protagonistas durante esta crisis hayan sido las compañías de perfil tecnológico.

Aún así, consideramos que hay determinadas compañías que empiezan a acercarse a la “**Exuberancia Irracional**” de la burbuja de las puntocom. Muchos patrones se empiezan a repetir, especialmente el **elevado número de salidas a bolsa sobrevaloradas** (Airbnb, Snowflake, Doordash...). Algunos de estos negocios nos parecen excelentes, sin embargo, **una buena compañía no significa que vaya a ser una buena inversión**. La diferencia radica en el **precio** que pagamos por los buenos negocios. Y consideramos que el precio a pagar por algunos de estos negocios es excesivo. Los crecimientos desorbitados a corto plazo no se sostienen en el largo plazo sin una ventaja competitiva clara. Por ello no somos partidarios de pagar los precios que demanda el mercado por determinados negocios en estos momentos.

Ahora bien, tampoco nos parece coherente extrapolar la sobrevaloración de determinados negocios a todo un sector. Hay un exceso de optimismo en algunos negocios, pero decir que hay una burbuja en tecnología, teniendo en cuenta el contexto actual, no sería justo. Como referencia, el peso de la tecnología en el índice americano S&P 500 era del 35% en el año 1999, mientras que el peso de los beneficios del sector tecnológico era únicamente del 14%. En la actualidad, el sector tecnológico pesa un 40% del S&P 500, pero los beneficios pesan en esta ocasión un 37%. **Los fundamentales sostienen el protagonismo tecnológico**.

No obstante, esta situación empezó a cambiar tras los **anuncios sobre las vacunas** en el mes de noviembre, lo que llevó al mercado a iniciar un movimiento de **rotación**, en el que las **acciones cíclicas**, cuyos negocios están estrechamente relacionados con la evolución del ciclo económico, han tenido un **rebote muy significativo**, ya que estaban siendo las compañías más castigadas por el mercado ante la enorme incertidumbre que imperaba en ese momento.

Personalmente, considero que rotar la cartera en base a la evolución del ciclo económico responde a cuestiones de **market timing** propias de la especulación más que de la inversión. En nuestra calidad de seres humanos, somos irracionales por naturaleza y predecir el futuro no está entre nuestras habilidades. Creo que la inversión en acciones debe llevarse a cabo bajo criterios estrictamente fundamentales (análisis de empresas) y con un horizonte de largo plazo. Todo aquello que no cumpla estos criterios no debe considerarse como inversión, sino como especulación.

El otro gran debate que vuelve a protagonizar el consenso de mercado tiene que ver con la vuelta del “**value investing**” y su atractivo potencial respecto a otros “factores” o “filosofías” de inversión como el “**growth investing**”. Para empezar, **separar el crecimiento (“growth”) del valor (“value”) de un activo no tiene sentido**. Son dos componentes que van de la mano. De

hecho, el **crecimiento** es el **componente más importante de la valoración de un activo**. Cuanto mayor sea su crecimiento a lo largo del tiempo, mayor será su valoración, y viceversa. Por otro lado, intentar “adivinar” el momento idóneo (“*market timing*”) de las acciones mal denominadas “*value*” responde a criterios de especulación más que de inversión. Se trata de invertir en **negocios de mala calidad** (de ahí su atractiva valoración), **dependientes excesivamente del ciclo económico** o de un **factor exógeno no controlable** (precios de materias primas, por ejemplo), o bien que **atravesen una etapa complicada** como consecuencia de una feroz competencia o una **mala gestión del negocio**, lo que genera expectativas de que, en algún momento, la situación se dará la vuelta y rebotará con fuerza. El problema es que, mientras esa situación llega, **el negocio sigue destruyendo valor**. **El tiempo es amigo de los negocios excelentes y enemigo de los negocios mediocres**.

Y esta opinión debería ser más un hecho que una opinión, ya que, el propio “padre del *value investing*”, Benjamin Graham, reconocía en una de sus últimas entrevistas que, aquello que defendía en su libro *Security Analysis*, donde exponía los criterios y requisitos para aplicar la filosofía *value*, dejaron de tener validez, ya que el mercado es cada vez más eficiente y resulta imposible explotar las ineficiencias que él encontraba en la década de los años 20. Por ello, si tuviéramos que definir nuestra filosofía de inversión con un criterio, claramente seleccionaríamos la **CALIDAD** como nuestro **principal requisito a la hora de invertir en acciones**. No invertimos en base a factores (“*value*” vs “*growth*”) ni tratamos de acertar el ciclo económico (“*market timing*”). Simplemente, **invertimos en negocios de calidad a largo plazo**.

Filosofía de inversión

Nuestra **filosofía de inversión** se apoya en **tres pilares básicos: calidad del negocio, equipo de gestión y valoración**.

Entendemos que la **rentabilidad a largo plazo de las acciones** es una consecuencia de estos tres criterios, especialmente de la calidad del negocio, por lo que constituye el pilar central de nuestra filosofía de inversión. Por ello, jamás sacrificaremos la calidad por la valoración del negocio.

Cuando nos referimos a la **calidad** del negocio tenemos en consideración los siguientes aspectos:

1. **Crecimiento de ingresos**. Damos prioridad al crecimiento orgánico de los ingresos que a cualquier otra métrica de la cuenta de resultados. Medir el crecimiento de beneficios puede conducir a error, ya que un negocio en declive puede hacer crecer sus beneficios simplemente reduciendo su base de costes. Pero, tarde o temprano, los costes no podrán reducirse más.
2. **Rentabilidad**. El crecimiento no vale de nada si no es rentable. De la misma manera que la rentabilidad no nos sirve para nada si no existen oportunidades para seguir creciendo y seguir creando valor a largo plazo. Exigimos un crecimiento rentable a todas nuestras inversiones. Y la métrica más importante para ello es el retorno sobre el capital empleado (ROCE). A largo plazo, un ritmo de crecimiento atractivo y un fuerte ROCE explican la mayor parte de la rentabilidad de las acciones. Es la medida que inversores de reconocido prestigio como Warren Buffett o Terry Smith consideran como la más importante a la hora de seleccionar inversiones.

3. **Ventajas competitivas.** El crecimiento y la rentabilidad se evaporan si no existen ventajas competitivas que mantengan alejada a la competencia. Cuanto más tiempo consiga un negocio mantener un ritmo de crecimiento alto y una rentabilidad atractiva, mayor será el valor que consiga generar para sus accionistas a largo plazo. Por ello, nos mantenemos alejados de empresas de rápido crecimiento con modelos de negocios replicables o productos/servicios fácilmente imitables, ya que ese crecimiento puede desaparecer en cualquier momento. Por el contrario, invertimos en aquellas compañías con modelos de negocio únicos, con productos o servicios excelentes, que dispongan de una demanda estable y recurrente y no se vean envueltos en guerras competitivas que destruyen valor. Estas empresas exigen una prima superior por su calidad, y consideramos que así debe ser, aunque a largo plazo la calidad sale barata.

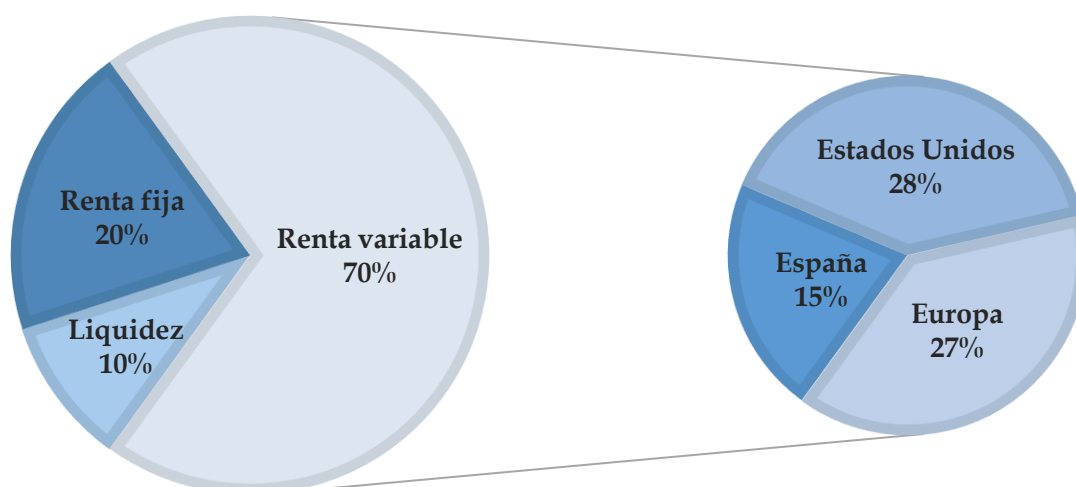
4. **Estructura financiera.** Disponer de una estructura financiera adecuada es vital para garantizar la supervivencia de la empresa y poder hacer frente a etapas de incertidumbre (Covid-19) o aprovechar oportunidades de inversión para seguir creciendo (inversión en nuevos productos o mercados o adquirir empresas que complementen al negocio).

Por supuesto, el **equipo de gestión** es una pieza clave, ya que las decisiones de asignación de capital tienen un efecto directo sobre el valor del negocio a largo plazo.

Por último, la **valoración** del negocio es importante. No se trata de sobrepagar por la calidad, sino de **pagar un precio atractivo y sensato**. Y a la hora de analizar el precio que pagamos por un activo debemos tener en cuenta las alternativas de inversión y el contexto de mercado en el que nos encontramos, ya que, una inversión hoy puede no tener sentido mañana si los tipos de interés repuntan. Es decir, **el entorno macroeconómico nos afecta y debemos tenerlo en cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión**. Pagar por Microsoft un FCF yield del 3,5% tiene sentido cuando la alternativa es un bono americano a 10 años que ofrece menos de un 1% de rentabilidad. Sin embargo, no tendría sentido pagar un FCF yield del 3,5% por Microsoft si pudiéramos invertir en un bono de alta calidad crediticia con una rentabilidad superior al 3,5%.

Análisis de la cartera

La **distribución de activos** a fecha 31/12/2020 es la siguiente:



Nuestro **top 10 de posiciones** a fecha 31/12/2020 es el siguiente:

Compañía	Crecimiento de ingresos '21e	Rentabilidad (ROCE)	Estructura financiera	Valoración* (FCF yield)
Facebook	25%	30%	Caja neta	4.5%
Microsoft	11%	>50%	Caja neta	3.5%
Alphabet	22%	30%	Caja neta	3.5%
Disney	7%	15-20%	Caja neta	5.0%
Cellnex	36%	40%	6x	4.8%
Alibaba	37%	12%	Caja neta	5.0%
SAP	1%	15%	0.5x	6.0%
Inditex	23%	40%	Caja neta	6.0%
Amazon	18%	10%	Caja neta	3.5%
Nokia	5%	15%	Caja neta	7.0%

*Valoración: la alternativa libre de riesgo que tomamos como referencia es el bono americano a 10 años (0.9% de yield) y la del Bund alemán (-0.6% de yield).

Viendo el top 10 de posiciones de nuestra cartera podemos apreciar que **nuestras compañías son de calidad excepcional y están cotizando a precios atractivos.**

Otra forma de analizar y entender cómo se compone nuestra cartera es a través de las **tendencias en las que invertimos:**

Publicidad digital	 
Software	 
E-Commerce	 
5G	 
Cloud	   
Renovables	 
Telemedicina	

Ideas de inversión

Facebook

Su actividad principal (publicidad digital) sigue creciendo de manera muy fuerte. Durante la crisis del Covid-19 hemos visto como las compañías han seguido utilizando las redes sociales como su escaparate preferido para hacer marketing. Y Facebook cuenta con una ventaja competitiva infranqueable: líder mundial en redes sociales con más de 2.500 millones de usuarios activos. El efecto red de Facebook es único en el mundo. Esto hace que cualquier anunciante tenga que elegir cualquier plataforma de Facebook para anunciar sus productos/servicios. Además, el potencial de crecimiento de este negocio es enorme. A medida que la publicidad digital se abre paso en las economías emergentes, como es el caso de la India o Brasil (principales mercados de Facebook), la capacidad para monetizar a los usuarios y de subir precios es muy sencilla para Facebook. Pero el mayor potencial no lo encontramos en su segmento tradicional, sino en los nuevos segmentos en los que está invirtiendo la compañía, como es el caso del comercio electrónico (Facebook Shops y WhatsApp Business), pagos digitales (Facebook Pay) o realidad virtual y gaming (Oculus y Facebook Gaming). Y todo ello teniendo en cuenta que Facebook dispone de la mayor base de clientes/usuarios potenciales del mundo. En otras palabras, Facebook significa oportunidades de crecimiento muy atractivas, al tiempo que es capaz de obtener altos retornos sobre el capital empleado. Todo ello con fuertes barreras de entrada y una situación financiera muy atractiva.

Ahora bien, ¿hay riesgos?

Como podrán imaginarse, hay riesgos, especialmente regulatorios. El pasado mes de diciembre la FTC (Federal Trade Commission) americana culpó a Facebook de practicar monopolio. Esto abre una intensa y larga batalla legal en la que la compañía tendrá que defenderse ante las acusaciones del regulador. Y, aunque pensamos que la defensa de la compañía es muy poderosa, existe riesgo. Ahora bien, es un riesgo que consideramos más que acotado y cuya cotización actual ya refleja, por lo que no consideramos que nuestra tesis de inversión se vea afectada por el riesgo regulatorio.

Disney

Invertir en Disney en la actualidad es invertir en contenidos. Tras el lanzamiento de Disney+ en 2019, la compañía se ha enfocado de lleno en sus servicios de streaming y contenidos en línea. Y nos parece la estrategia más acertada. Tradicionalmente, Disney ha sido una compañía altamente cíclica debido a su segmento de Parques de Atracciones, que constituían más de un tercio de los ingresos del grupo y casi la mitad de su beneficio operativo. Al depender del turismo y la demanda global, la compañía cotizaba a unos múltiplos propios de una compañía cíclica. Pero la reorganización del modelo de negocio cambia por completo la historia de la compañía. Gracias a sus fuertes marcas (Disney, Pixar, Marvel, Star Wars, National Geographic, Star, Hulu, ESPN), Disney tiene mucho recorrido por delante en el segmento de contenidos. Una prueba de ello son las cifras que ha conseguido y que espera conseguir la compañía:

	Número de suscriptores actuales (millones)	Antiguas guías para 2024 (mill.)	Nuevas guías para 2024(mill.)
Disney	86.8	60-90	230-260
Hulu	38.8	40-60	50-60
ESPN	11.5	8-12	20-30

A diferencia de otras plataformas de contenidos como Netflix o HBO, consideramos que Disney posee importantes ventajas competitivas (marcas) que le permitirán crecer más que sus competidores y proteger a su base de clientes (mayor fidelidad de marca), lo que se traducirá en menores tasas de cancelaciones y mayor rentabilidad a largo plazo (*pricing power* o capacidad para subir precios). Y todo ello implicará que, tarde o temprano, el mercado esté dispuesto a pagar más (mayor múltiplo) por cada unidad de beneficio o free cash flow que genere la compañía, ya que la nueva Disney va a crecer más, será más rentable y tendrá una visibilidad mayor.

Cellnex

Tras más de dos años como accionistas de Cellnex seguimos viendo mucho potencial. Cellnex se ha convertido en el gestor independiente de infraestructuras de telecomunicaciones líder en Europa y en uno de los principales protagonistas de la próxima ola de inversiones para el desarrollo de la red móvil 5G. En Cellnex creemos que hay dos palancas de crecimiento muy claras: (1) la externalización de activos y (2) el despliegue de nueva infraestructura necesaria para el correcto funcionamiento del 5G.

Las últimas adquisiciones son solo un paso en la dirección adecuada, pero el camino es aún muy largo, y creemos que Cellnex seguirá siendo clave para el desarrollo y la gestión de toda la infraestructura de telecomunicaciones en Europa. Y los resultados de su estrategia demuestran crear mucho valor para el accionista. Con unos tipos de interés muy bajos, Cellnex es capaz de obtener retornos superiores al 10% con un coste de capital muy reducido, por lo que la creación de valor es evidente. Además, los contratos a muy largo plazo indexados a la inflación que firma con sus clientes son una protección perfecta para su generación de caja, lo que garantiza una recurrencia y una visibilidad enormes, en cualquier entorno de mercado.

Alibaba

La mejor manera de invertir en el auge, expansión y modernización de China y de Asia es a través de una compañía como Alibaba. No solo es clave su fortaleza en el segmento del e-commerce y retail (Taobao, T-Mall, Aliexpress, Lazada...), sino que el mayor atractivo de la compañía tiene que ver con su segmento de cloud (Alibaba Cloud) y de servicios financieros (Ant Group). Al igual que ocurrió con Amazon, su despliegue vino gracias a la expansión de su negocio de cloud, que supone ya un 65% del beneficio operativo de Amazon. En el caso de Alibaba, el segmento cloud aun supone una parte muy pequeña del negocio (10% de los ingresos), que todavía está en una fase muy temprana (consume capital), pero el potencial de esta división es enorme. La penetración de la cloud pública en China es del 6% frente al 15% de penetración en EEUU, y se espera que converja en los próximos años, arrojando un crecimiento anual superior al 30%. Y Alibaba tendrá un papel relevante en esa expansión al contar con más de un 40% de cuota de mercado en China.

En cuanto a su división de servicios financieros, Ant Group, ha estado penalizada por sus problemas para sacarla a bolsa, aparentemente por “desencuentros” con el Gobierno chino. El mercado ha castigado a la compañía por sus “riesgos regulatorios” en exceso, lo que nos deja una oportunidad única para invertir en una compañía que crece actualmente por encima del 35% y con unas expectativas de crecimiento y de expansión de márgenes muy atractivas gracias a la evolución de su división de cloud y a su claro liderazgo en el segmento del e-commerce y retail en una región que está creciendo de manera muy rápida.

Inditex

La nueva estrategia de Inditex pasa por integrar su modelo de tienda física con la tienda on-line, lo que supone una concentración de metros cuadrados en menos tiendas físicas, pero de mayor tamaño, al tiempo que explotan la tienda on-line. El resultado de esta reorganización del modelo de negocio es muy acretiva para el accionista. Por un lado, la intensidad de capital (capex) disminuye, ya que no necesitan invertir tanto en nuevo espacio físico. Por otro lado, la gestión de inventarios es aún más eficiente, ya que la venta on-line garantiza más disponibilidad y opcionalidad de tallas, al tiempo que la venta se consigue hacer a precio completo (sin rebajas o descuentos). Todo ello contribuye a conseguir un mayor crecimiento y una mayor rentabilidad. Además, su fortaleza financiera (caja neta), su liderazgo y su rápida adaptación a los cambios en las pautas de consumo (comercio electrónico) que ha provocado el Covid-19 le han permitido seguir ganando cuota de mercado.

Características destacadas del fondo

- **Enfoque global y gestión flexible.** Creemos que nuestro enfoque global nos permite aprovechar las mejores ideas de inversión en las tres geografías de referencia (España, Europa y Estados Unidos). Asimismo, adoptamos una gestión flexible para tratar de adaptarnos a cualquier entorno de mercado. Por ejemplo, los tipos de interés influyen en la valoración de las compañías, por lo que es uno de los inputs que definen nuestra toma de decisiones.
- **Inversión en las tendencias del futuro.** Como gestores de inversiones, no podemos permitirnos quedarnos fuera de las grandes tendencias del futuro. En las industrias líderes es donde se encuentran las mejores ideas de inversión, y tras la aceleración de algunas de estas tendencias tras la crisis del Covid-19 (e-commerce, telemedicina, publicidad digital, 5G, software, cloud...), hemos incrementado la exposición a estas tendencias.
- **Filosofía de inversión enfocada a la calidad de los negocios.** Invertimos en negocios extraordinarios que estén disponibles a precios atractivos, de manera que el margen de seguridad de nuestras inversiones sea el máximo posible para garantizar la preservación de capital y nos permita obtener rendimientos atractivos a largo plazo.

Rentabilidades

	2020	3 años	5 años	10 años
<i>León Valores</i>	-0.1%	-6.0%	+6.9%	+30.4%
<i>Índice de referencia*</i>	-2.1%	+3.4%	+10.6%	+41.2%

*Índice de referencia = 60% MSCI Europe; 40% Barclays Euro Aggregate Bond

En el año 2020, el fondo Gesconsult León Valores clase B ha obtenido una rentabilidad de -0.1% frente a la rentabilidad del -2.1% del índice de referencia.

Perspectivas

Tras el éxito de las vacunas y el inicio de su distribución, esperamos un **ejercicio 2021 más optimista** que el que hemos sufrido en 2020, tanto a nivel sanitario como económico. Los bancos centrales seguirán apoyando a los mercados y seguirán inundando el sistema de liquidez, por lo que no esperamos que el panorama cambie en el corto o medio plazo. Este **contexto es muy favorable para los activos de renta variable**, especialmente aquellos activos considerados como **activos defensivos o activos de calidad**, ya que su valoración tiene una relación muy estrecha con las expectativas de inflación y/o de tipos de interés. Además, en un contexto de debilidad económica y elevado endeudamiento, la inversión en activos de calidad, capaces de ofrecer un crecimiento superior al del resto del mercado y que gocen de una estructura financiera atractiva, tiene aún más sentido.

Por otro lado, muchas de las **tendencias** que eran una realidad en el mundo pre-covid, se han convertido en una necesidad en el mundo post-covid, lo que nos hace reafirmarnos en muchas de nuestras inversiones en megatendencias y no creemos que esto vaya a cambiar por los famosos movimientos de rotación del mercado. El Covid-19 ha acelerado aún más determinadas industrias y la próxima década (2020-2030) tiene más probabilidades de parecerse a la década anterior (2010-2020) que a la primera década del siglo (2000-2010), debido al profundo **cambio de paradigma** que se inició en 2008 (lanzamiento del iPhone y nacimiento de nuevas industrias y tecnologías), que ha sido reforzado con la crisis del Covid-19 y que aún está en una etapa muy temprana de su evolución (el lanzamiento del 5G impulsará nuevas industrias relacionadas con el Internet de las Cosas y la Inteligencia Artificial).

De manera que, si nos parece que algunos activos han alcanzado valoraciones exigentes, **la actuación de los bancos centrales** (tipos bajos durante mucho tiempo) **y el desarrollo de nuevas industrias** (mayor crecimiento y mayor rentabilidad que las industrias tradicionales) **pueden provocar que las valoraciones sigan aumentando y alcancen niveles no vistos anteriormente**. Por supuesto, somos conscientes que ciertos negocios están recibiendo un interés y un beneplácito excesivo por parte del mercado (IPOs de Snowflake o Airbnb por ejemplo), pero nosotros no participamos en estas inversiones por no cumplir nuestros criterios de inversión (calidad a precios atractivos). Nuestra filosofía de inversión seguirá consistiendo en **invertir en negocios excelentes a largo plazo** y trataremos de **adaptarnos siempre al entorno de mercado para obtener la mayor rentabilidad posible** para nuestros partícipes.

Álvaro Jiménez

Gestor de Renta Variable